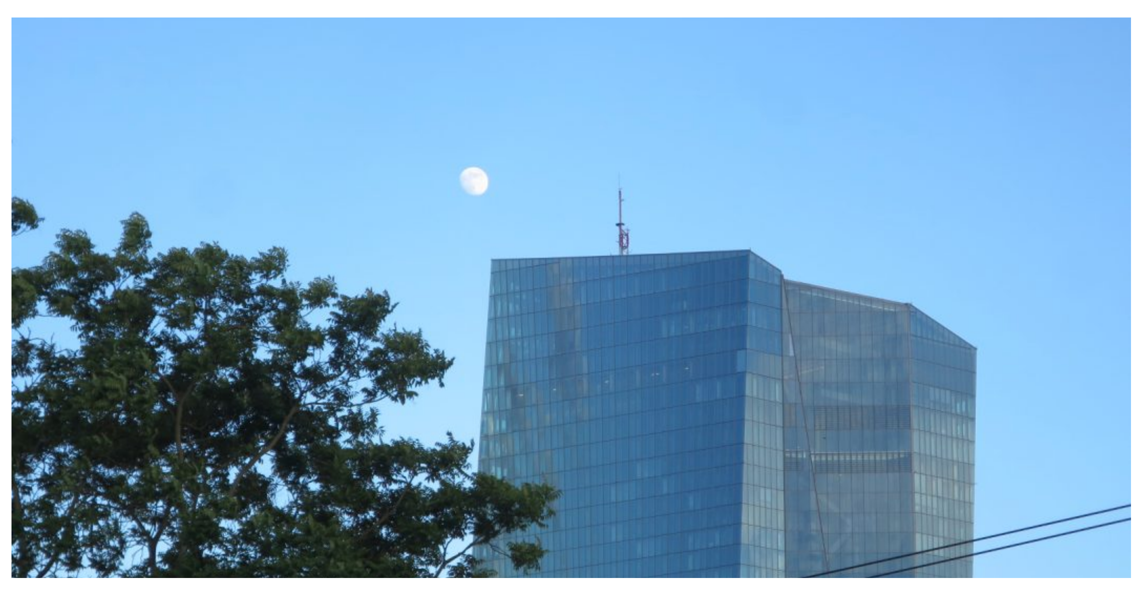
☰





ACHIM SZEPANSKI 2017-09-24

DIE ANALYSTEN DER DEUTSCHEN BANK UND DER KOMMENDE CRASH

ECONOFICTION ASSET, CAPITAL, DERIVATE, FINANCE, FINANZKRISE, QUANTITATIVE EASING, REZESSION, ZENTRALBANKEN

Die meisten Zentralbanken spulen weiterhin die Politik des quantitative easing ab, während die Fed einen risikoreichen Umbruch beginnt, potenzielle Krisen entwickeln sich insbesondere in Italien und China, wir haben es mit enormen Ungleichgewichten im globalen Handel zu tun und mit einem Anschwellen des rechten Populismus, so die aktuelle Diagnose der Analysten der Deutschen Bank, Reid, Burns, Chanda und Nicol. Die Ökonomen untersuchen »verschiedene Risikofaktoren, die eine neue Krise begünstigen könnten«, und sie kommen zu einer »nicht gerade beruhigenden Einschätzung.« Es gäbe einige Bereiche innerhalb des globalen Finanzsystems, die extrem hohe Ausschläge erreicht hätten, man denke an die hohen Bewertungen einer ganzen Reihe von Asset-Klassen, an die ungeheure Aufblähung der Bilanzen der Zentralbanken, an die Höhe der Schuldenstände der Staaten, Haushalte und Unternehmen, an die niedrigen Zinssätze und nicht zuletzt an den Anstieg des rechten Populismus.Und so kommen die Ökonomen zu dem Ergebnis: »Wenn es in den nächsten zwei bis drei Jahren eine Krise gibt, wäre es schwer, auf diese Variablen zu blicken und zu behaupten, es habe keine Möglichkeit gegeben, sie vorherzusagen.«

In dem Bericht werden verschiedene Finanzkrisen seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems 1971 untersucht und das Resumee lautet, dass der Wechsel hin zu freien Wechselkursen zwar größere Spielräume geschaffen habe, die Krisenverläufe zu glätten, zugleich aber das Finanzsystem insgeamt krisenanfälliger gemacht hätten. So habe die Frequenz der Krisen seit dem Jahr 1971 deutlich zugenommen.

Kommen wir zu den im Bericht aufgezählten Stressfaktoren des globalen Finanzsystems:

Die Fed hat mit dem Zurückfahren der quantitative easing Programme (dem Ankauf von Staatsanleihen und schlechten Wertpapieren) und mit der Anhebung der Zinsraten begonnen, Programme, die insbesondere den privaten Banken, dem Finanzsystem insgesamt und den potenten Anlegern und Investoren genützt haben. Dies mag angesichts der extrem hohen Preise der Assets eine Reise ins Ungewisse sein, und selbst wenn die Umorientierung wieder gestoppt würde, weil die Zentralbanken kalte Füße bekommen oder die Ökonomie sich abschwächt, man würde damit das Finanzsystem in einer extrem instabilen Situation belassen. Aber ohne Anhebung der Zinsen, die man dann bei der nächsten Rezession wieder senken könnte,

würde man die Zentralbanken und die Regierungen ohne Munition hinterlassen, um eine mögliche Rezession zu bekämpfen. Andererseits bietet die gegenwärtige Situation, die durch niedrige Zinsraten oder Nullzinsraten, aufgeblähte Zentralbankbilanzen und hohe Staatsverschuldung gekennzeichnet ist, auch wenig Spielraum für die Bekämpfung kommender Rezessionen, wenn man nicht einfach die bestehenden Strategien weiter verlängern will. Wenn man nun die Politik des QE zurückfährt und man in einer Rezession wieder von vorne beginnt und gleichzeitig zu Nullzinsen zurückkehrt, dann könnte gerade dies die Unsicherheit im Bankensystem weiter verschärfen. So what. Zudem sei die ausbleibende Inflation angesichts der massiven Rettungs- und Stimulationsmaßnahmen der Regierungen und der Zentralbanken fast schon unglaublich.

Italien wird angesichts der bevorstehenden Wahlen, der Stärke der populistischen Parteien, dem hohen Schuldenstand des Staates und dem fragilen Bankensystem als ein potenzieller Krisenherd eingeschätzt. Auch China ist für die Analysten der Deutschen Bank ein unsicherer Kandidat, insofern die Transformation vom reinen Produktionsstandort hin zum Aufbau von Dienstleistungssektoren und vom Investment zur höheren Nachfrage nur schleppend vorankommt, und dies in Begleitung hoher Kreditzuwächse. Die rapide Kreditexpansion und das rasch anwachsende Schattenbankensystem haben zwar das ökonomische Wachstum in China stark beflügelt, wobei man aber eine harte Landung befürchtet, die Schockwellen durch das gesamte globale Finanzsystem senden könnte. Das zukünftige Wachstum könne nicht allein auf Schulden und Investment basieren, man müsse hingegen die Nachfrage stärker als bisher ankurbeln.

Japan stellt ein weiteres Problem dar, insofern das Land mit einem gewaltigen QE Programm, hohen Staatsschulden und der höchsten Schuldenquote aller entwickelter kapitalistischer Staaten umzugehen hat, und dies in Zeiten, in denen die Bevölkerung zurückgeht und altert und die niedrigen Inflationsraten fortbestehen. Schließlich der Brexit, der das globale Finanzsystem erschüttern könnte, falls die Verhandlungen zwischen der EU und Großbritannien scheitern. Auch der rechte Populismus bereitet den Analysten Sorgen. So zeige sich, dass dieser d einige Jahren nach Finanzkrisen immer wieder dramatisch ansteige, wobei er zu weiteren Verwerfungen im Finanzsystem führen könne. Die Ökonomen Funke, Schularick und Trebesch führen dazu aus: »On average, far-right votes increase by about a third in the five years following systemic banking distress … Moreover, we identify an important asymmetry in the political response to crises – on average, the far left did not profit equally from episodes of financial instability.«

Weiter verweisen die Ökonomen der Deutschen Bank auf die globalen Zahlungsungleichgewichte, die durch Exporte und Import entstehen, wobei einige Länder wie Deutschland riesige Überschüsse in ihren Zahlungsbilanzen aufweisen und andere Länder riesige Defizite, was wiederum nicht intendierte Auswirkungen auf die Kapitalströme besitzt und die Staaten in ihrer Handlungsmacht innerhalb der nationalen Ökonomie einschränkt.

Natürlich sind die extremhohen Preise der Assets und Derivate ein besonders zu beachtender Faktor. Obwohl es im Moment keinen offensichtlichen Grund zur Korrektur gibt, so gibt es doch das Risiko einer plötzlich einsetzenden Korrektur, welche das Finanzsystem und die globale Ökonomie extrem destabilisieren könnten, die aber anscheinend gerade diese Höchststände benötigen.

Aktuell haben wir es an den Finanzmärkten mit einer neuen Welle von CLOs (collateralised loan obligations) zu tun. Der CLO ist ein fest oder variabel verzinstes Asset, eine Art Verbriefung, die durch besicherte Kredite gedeckt ist. Die Banken stellen in hohem Umfang mit Krediten differenzierte CLOs her, die zwischen 100 und 200 Unternehmenskredite aus unterschiedlichen Branchen enthalten können. Dabei verwaltet ein Kreditinstitut als Treuhänder den Prozess der Abwicklung der Unternehmenskredite (Besicherung, Zahlung, Dokumentation) und erstellt für die Investoren einen monatlichen Report. Die Kreditportfolios der CLOs werden in unterschiedliche Klassen (A bis Nachrang (engl. equity) aufgeteilt und von mindestens einer Ratingagentur bewertet und als börsennotierte Assets gehandelt.

Wie die CDOs bündelt ein CLO hochwertige Kredite und risikoreiche Kredite mit niedriger Qualität in attraktive Packages mit einem hohen Kredit-Rating. Im Mai 2017 gab es zwei Deals mit einem Preis von $1bn und Experten schätzen, dass im Jahr 2017 CLOs mit einem Preis von $75bn gehandelt werden. Obgleich viele Kredite, die bei diesen Deals als Sicherheit dienen, junk Status besitzen, werden die CLOs bis zu 50% mit Triple A bewertet. Da nun Kreditausfälle, die in Wellen zunehmen, zu erwarten sind, müssten die mathematischen Modelle auch die Korrelationsrisiken bewerten, das heißt die Chance, dass Ausfälle simultan auftreten. Jedoch geht man bei den meisten Modellen, die für die Bewertung der CLOs benutzt werden, davon aus, dass die Korrelationen niedrig sind. Wenn nun aber viele Kreditausfälle zur gleichen Zeit auftreten, dann werden die erwarteten Triple-A Investments im Nichts verschwinden. CLOs sind lediglich als CDOs in neuem Gewand zu verstehen.

Ein Sinken der Liquidität an den Märkten konnte ein weitere Krisenfaktor sein, sodass der Zufluss von Geldkapital in die emerging markets und die developed market bond funds dramatisch zurückgehen könnte. Man schreibt: »Fixed income seems the most vulnerable as it's the market that has seen a combination of large inflows, huge growth and reduced market making activity… Whilst this is not automatically a worry it would argue that if there was a change in the yield environment and returns suffered, bond funds would arguably be vulnerable to these 'return chasing' momentum flows … this occurred at the same time as central banks started to reverse their substantial purchases it could lead to a sharp correction in prices that could encourage or exacerbate a crisis.«

Was sich hier wie ein lustiges Rätselraten von Mainstream-Ökonomen anhört, ist Ausdruck des Sachverhalts, dass die finanziellen Risiken heute durch alle Sektoren und Bereiche, Länder und Abteilungen des globalen Kapitalismus wandern. Es lässt sich

schwer sagen, wann und wo der Crash ausbrechen wird, man weiß nur, dass er kommen wird, und zwar von einem Bereich ausgehend, der sich vom Krisenherd der vorherigen Finanzkrise unterscheidet.

Fügen wir deswegen einige allgemeine Anmerkungen zu Finanzkrisen an. Die Referenz auf die generell negativen Charakteristiken des Finanzsystems (übertriebene Spekulation) oder auf seine sich immer wiederholenden Fehler (die Ausgabe von zu vielen Hypothekenkrediten, fehlerhaftes Risikomanagement, asymmetrische Informationen etc.) wirft wenig Licht auf die wirklichen Ursachen der globalen Krisenprozesse des Kapitals in den letzten Jahrzehnten. Vom Mainstream der Ökonomen wurden meistens vier Krisenursachen ausgemacht: die hohen Schulden, die globalen Ungleichgewichte, die Finanzialisierung und die Ausgabe von Zahlungsversprechen, auf die man nicht vorbereitet war. Man verweist zudem immer wieder auf die Fehler in der Regulation der Finanzmärkte, beispielsweise dass die Bewertungen der Unternehmen durch die Rating-Agenturen, die natürlich mit ihren eigenen Interessen zusammenhingen, ab dem Jahr 2000 nicht korrekt vorgenommen wurden, man benennt den gefährlichen Einsatz der CDS durch die Banken, die zur Reduktion ihrer Kapitalreserven geführt hätten, man erwähnt die fehlende Transparenz der OCT-Märkte und das Faktum, dass Investmentbanken ab dem Jahr 2004 ihre eigenen Modelle zur Einschätzung der Marktrisiken und der notwendigen Reserven für riskante Investitionen einsetzen konnten und so weiter. Weitere Faktoren waren dann der schnelle Anstieg der Hauspreise, die Ausgabe von Suprime-Krediten und deren Verbriefung, die falsche Bewertung der Sicherheiten, die opake Beziehung zwischen SPVs und Geldmärkten (dies insbesondere in den USA) – aber all dies sind nicht die realen Gründe der sog. Subprime Krise von 2007f., sondern allenfalls Erscheinungsformen der krisenhaften Entwicklung der globalen Kapital-Ökonomie, die heute nach wir durch das neoliberale Modell repräsentiert wird, das heißt durch die spezielle Organisation der kapitalistischen sozialen Formationen seit den 1980er Jahren. Im übrigen bestehen viele dieser Sachverhalte auch nach der Finanzkrise von 2008 weiter, man denke an die konzentrierte Macht der drei großen Rating-Agenturen, an die zaghaften Regulierungsversuche durch die Regierungen, die die Finanzindustrie durch die Schaffung von neuen »Schlupflöchern« und durch die Ausnutzung von Leerstellen locker umgeht, an die Erfindung von neuen Derivatformen und die komplementären Risikomodelle, deren Erfolg jedoch von der fragilen und krisenhaften Kapitalakkumulation abhängig bleibt.

Die Vertiefung des Finanzsystems in dem Sinne, dass heute zumindest in den entwickelten Ökonomien potenziell jede existierende Geldsumme kapitalisiert und als Zahlungsversprechen profitabel angelegt werden kann, ist ein wichtiges Moment der internationalen Expansion des Kapitals, i. e. der globalen Mobilisierung bestimmter monetärer Potenziale für den kapitalistischen Modus der Produktion, um die Profitabilität des Kapitals weiter zu steigern oder zumindest beizubehalten. An den Weltmarkt treten seit einiger Zeit bspw. durch die Privatisierung der staatlichen Versicherungssysteme zusätzliche Player und damit kommt es zu einer weiteren Mobilisierung von Geldsummen, die nicht unbedingt direkt in die Produktion investiert werden müssen, sondern eher Teil der Kapitalisierung zukünftiger Einkommensströme und Zahlungsversprechen sind. Dazu wird ein immer größerer Nicht-Banken-Sektor innerhalb des Finanzsystems selbst benötigt. Zugleich nimmt der Druck auf die sog. risikofreien Profite zu, was wiederum zur Ausgabe neuer finanzieller Sicherheiten führt, sodass bisher noch unentdeckte Märkte in die Welt des Kredits integriert werden, womit sich wiederum die Risiken erhöhen, die nun ständig fluktuieren und über die ganze Welt wandern.

Ein wichtiges Moment des neoliberalen Modells besteht also in seinem internationalen Charakter, insofern de Weltmarkt in der Tendenz in einen einzigen Profitchart transformiert wird. Der internationale Charakter des Kapitals in Verbindung mit der Ausbreitung neuer Märkte und der Generalisierung der Techniken des Risikomanagements, mit denen man sich gegen Risiken jedweder Art zu versichern versucht, führte seit den 2000er Jahren zu einer tieferen und breiteren Verteilung der Risiken, aber gerade das Risikomanagement selbst funktionierte, als die ersten Gerüchte über fehlende Sicherheiten der Hypothekenkredite in den USA aufkamen, eben nicht mehr, sondern zeigte eher die planetarische Proliferation der Risiken an. Die vielbeschworene »Weisheit der Märkte« setzt heute die Bewertung jeder einzelnen Sicherheit durch das Finanzsystem voraus, aber genau dies hat den Verlust des Vertrauens zwischen den großen Playern erst erzeugt.

Die Kapitalakkumulation gerät auch in eine Krise, wenn fungierendes Kapital auch aufgrund der Kreditfinanzierung überakkumuliert wird, wobei die daraus entspringende Produktion schwächer wachsenden Nachfrage nicht mehr profitabel realisiert werden kann und sich als Überproduktion anzeigt. Eine Überakkumulationskrise kann mit dem Platzen einer Kreditblase beginnen. Dabei verringert sich die Produktion von Mehrwert und/oder dessen Rückverwandlung in zusätzliches konstantes und variables Kapital, verlangsamt sich die Investitionen und die Beschäftigung von Lohnarbeitern. In der Krise werden überakkumuliertes Kapital und Warenkapital solange vernichtet und entwertet, bis die Kapazitätsauslastung nicht weiter sinkt und die Investitionsprozesse sich wieder stabilisieren.

Manchmal eröffnen finanzielle Krisen eine Periode der Überakkumulation von Kapital, manchmal markieren sie aber auch das Ende einer Überakkumulationskrise und manchmal manifestieren sich finanzielle Krisen relativ unabhängig von den real-ökonomischen Konjunkturen, das heißt, sie haben dann keinen signifikanten Effekt auf die Bewegung der industriellen Profitraten und auf die Beschäftigung. Auf jeden Fall lassen sich die krisenhaften Bewegungen des finanziellen Kapitals nicht mit den Zyklen der industriellen Profitraten vollkommen synchronisieren, wie dies die traditionelle marxistische Theorie oft genug versucht, vielmehr besitzt die Entwicklung der Finanzkrisen und ihrer Bubbles immer eine gewisse Eigenständigkeit. Die Ökonomin Carlota Perez hat einen Versuch unternommen, die Zusammenhänge zu erklären: In den Expansionsphasen haben innovative Unternehmen Probleme sich zu finanzieren, weil die Firmen, die die schon etablierten Technologien anwenden, das verfügbare

Kapital absorbieren, während, wenn diese Technologien ihre höchste Effizienz erreicht haben und die profitablen Anlagemöglichkeiten fehlen, genügend Geldkapital vorhanden ist. In der Abschwungphase kann das finanzielle Kapital intervenieren, indem es neue innovative Projekte oder die Modernisierung von existierenden Sektoren finanziert,währende unrentabel Branchen liquidiert werden. Die Etablierung neuer technologisch-ökonomischer Paradigmen und Produktivkräfte bleibt jedoch ein instabiler Prozess, da die Realisierung der neuen Projekte kontingent ist, ungeachtet der Etablierung neuer institutioneller Rahmenbedingungen, die die neuen Entwicklungen unterstützen. Technologische Innovation bleibt in die Kapitalbewegung eingeschrieben.

Finanzielle Krisen manifestieren sich in einer drastischen Reduzierung der Liquidität, da die Käufer für Wertpapiere fehlen, wobei die beiden einzigen Mittel zur Beendigung der Krise im Refinanzierungspotenzial der Zentralbanken und der Ausgabe neuer Staatsanleihen besteht, die als Sicherheit für neue Kredite dienen und so einen weiteren Anstieg der Kreditvergaben initiieren. Man muss dabei von einer nicht-fraktalen Verkettung wandernder Blasen ausgehen, wobei eine neue Blase sich nie dort entwickelt, wo zuvor die alte geplatzt ist.

Oft wird auch angenommen, dass aufgrund der fehlenden Nachfrage oder der Unmöglichkeit des Kapitals neue Investitionsmöglichkeiten zu finden, das überschüssige Surpluskapital einfach in den Finanzsektor abwandert, wo sich mit der Zeit Blasen bilden oder dort unproduktive Politiken der rein monetären Akkumulation stattfinden, die auf Verschuldung basieren. Aber ganz im Gegensatz dazu ist mit Samir Amin darauf zu bestehen: »Finanzialisierung bietet daher nicht nur die einzige Möglichkeit, um überschüssiges Kapital aufzufangen, sondern ist auch der einzige Stimulus für das seit den 1970er-Jahren schwächelnde Wachstum in den USA, Europa und Japan. Ein Zurückdrängen der Finanzialisierung würde das Wachstum der »Realwirtschaft« folglich nur noch weiter schwächen«. Hinsichtlich der von der Finanzindustrie betriebenen Operationen und Strategien gilt es also anzumerken, dass sie ihre stärksten Effekte gerade nicht in der Zirkulationssphäre und auf den Konsum, sondern auf die Investitionen besitzen. Man denke etwa an den Dot.Com Boom und den entsprechenden Hype an den internationalen Aktienmärkten. Dabei vervielfachten sich eben nicht nur die Finanzinvestitionen, sondern es nahmen auch die realen Investitionen in die Computer- und Telekommunikationsindustrie zu. Als dann der Crash am Aktienmarkt erfolgte, gingen die Investitionen gerade auch in diese Industrien wieder zurück, sodass es zur Rezession kam. Die Rolle der Derivate in der folgenden Finanzkrise bestand unter anderem darin, ab einer bestimmten Phase den spekulativen Boom massiv anzuheizen, wobei die Deals mit ihnen sich weit über die USA hinaus ausdehnten und alle lokalen Barrieren überwanden. Dennoch waren die Derivate nicht der alleinige Grund für die Krise, sie gaben ihr aber eine spezielle Intensität und eine spezifische finanzielle Form. Es wäre nun unter anderem das Verhältnis der fallenden Profitraten in der sog. Realwirtschaft zu den Verläufen der Finanzkrisen zu untersuchen. Aber das ist ein anderes Kapitel.

Foto: Bernhard Weber

← PREVIOUS NEXT →